

证券研究报告

物流

推荐（维持）



快递行业2020年年报及2021年一季报总结

分析师：

王品辉S0190514060002

张晓云S0190514070002

郭 军S0190520070006

报告发布日期：2021年5月7日



VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

20年以价换量为主，21Q1延续高增长态势

- **快递行业2020年维持高速增长，价格竞争激烈，21Q1低基数下迎来高增长。**2020年规模以上快递业务收入8795.4亿元，同比增长17.30%，业务量833.58亿件，同比增长31.22%。2020Q1-Q4规模以上业务收入同比增速分别为-0.58%、23.52%、21.37%、21.09%，业务量同比增速分别为3.16%、36.75%、37.87%、38.73%。21Q1规模以上业务收入2237.7亿元，同比增长45.87%，业务量219.31亿件，同比增长75.02%。
- **同城件2020年增速止跌回升，2021Q1低基数下迎来高增长。**2020年同城件收入增速2.05%，业务量增速10.22%，均价增速-7.40%。2020Q1-Q4同城件收入同比增速分别为-7.91%、10.56%、6.23%、-1.35%，业务量同比增速分别为-7.06%、25.83%、18.30%、2.70%，均价同比增速分别为-0.91%、-12.14%、-10.21%、-3.94%。2021Q1同城件收入增速14.14%，业务量增速26.00%，均价增速-9.42%。
- **异地件2020年疫情缓和后，业务量快速增长，但价格竞争激烈，2021Q1延续高增长态势，价格竞争环比改善。**2020年异地件收入增速14.85%，业务量增速35.87%，均价增速-15.47%。2020Q1-Q4异地件收入同比增速分别为-0.77%、18.01%、16.88%、21.27%，业务量同比增速分别为5.50%、39.28%、42.14%、46.13%，均价同比增速分别为-5.95%、-15.28%、-17.77%、-17.01%。2021Q1异地件收入增速43.62%，业务量增速85.99%，均价增速-22.78%。
- **国际件2020年防疫等需求推动市场量价同增，2021Q1延续高增长态势。**2020年国际件收入增速43.10%，业务量增速27.69%，均价增速12.07%。2020Q1-Q4收入同比增速分别为6.23%、62.10%、51.18%、46.93%，业务量同比增速分别为9.51%、30.72%、33.18%、32.85%，均价同比增速分别为-3.00%、24.00%、13.52%、10.60%。2021Q1国际件收入增速71.29%，业务量增速67.02%，均价增速2.56%。

各类型规模以上快递业务增速

	地区	2016	2017	2018	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020	2021Q1
业务量	合计	51.37%	28.04%	26.60%	22.47%	28.39%	27.57%	22.80%	25.27%	3.16%	36.75%	37.87%	38.73%	31.22%	75.02%
	同城	37.45%	25.01%	23.14%	-0.18%	-0.16%	-4.37%	-7.00%	-3.29%	-7.06%	25.83%	18.30%	2.70%	10.22%	26.00%
	异地	56.64%	28.91%	27.46%	30.30%	36.73%	36.90%	30.85%	33.67%	5.50%	39.28%	42.14%	46.13%	35.87%	85.99%
	国际	44.16%	31.64%	34.30%	8.93%	34.14%	39.16%	36.63%	29.95%	9.51%	30.72%	33.18%	32.85%	27.69%	67.02%
收入	合计	43.51%	24.72%	21.81%	21.36%	25.80%	24.85%	24.26%	24.17%	-0.58%	23.52%	21.37%	21.09%	17.30%	45.87%
	同城	40.49%	30.30%	23.46%	-14.10%	-15.92%	-18.94%	-19.21%	-17.22%	-7.91%	10.56%	6.23%	-1.35%	2.05%	14.14%
	异地	38.76%	19.72%	23.50%	25.97%	30.43%	29.38%	23.17%	27.07%	-0.77%	18.01%	16.88%	21.27%	14.85%	43.62%
	国际	16.07%	23.64%	10.43%	10.53%	25.03%	29.42%	45.41%	28.02%	6.23%	62.10%	51.18%	46.93%	43.10%	71.29%
单价	合计	-5.20%	-2.59%	-3.78%	-0.90%	-2.02%	-2.13%	1.19%	-0.87%	-3.63%	-9.67%	-11.97%	-12.72%	-10.61%	-16.65%
	同城	2.21%	4.23%	0.26%	-13.94%	-15.79%	-15.23%	-13.13%	-14.41%	-0.91%	-12.14%	-10.21%	-3.94%	-7.40%	-9.42%
	异地	-11.42%	-7.13%	-3.11%	-3.32%	-4.61%	-5.49%	-5.87%	-4.94%	-5.95%	-15.28%	-17.77%	-17.01%	-15.47%	-22.78%
	国际	-19.49%	-6.08%	-17.78%	1.47%	-6.79%	-7.00%	6.42%	-1.49%	-3.00%	24.00%	13.52%	10.60%	12.07%	2.56%

快递行业呈现龙头企业份额集中趋势

快递企业历年业务量（亿件）及增速（%）

企业	项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020	2020增量	2021Q1
中通	业务量	18	30	45	62	85	121	24	46	46	54	170	49	尚未披露
	增速		62.2%	52.7%	38.0%	37.0%	42.2%	4.9%	47.9%	51.2%	46.5%	40.3%		
	市场份额	13.0%	14.3%	14.4%	15.5%	16.8%	19.1%	19.0%	21.5%	20.8%	19.9%	20.4%	24.6%	
韵达	业务量	16	21	32	47	70	100	19	37	40	45	142	42	36
	增速	36.5%	35.9%	50.8%	46.9%	48.1%	43.4%	7.1%	45.9%	54.4%	46.5%	41.4%		88.6%
	市场份额	11.2%	10.3%	10.3%	11.8%	13.8%	15.8%	15.2%	17.4%	18.0%	16.7%	17.0%	21.1%	16.4%
圆通	业务量	19	30	45	51	67	91	17	33	34	43	126	35	31
	增速	44.7%	63.2%	47.1%	13.5%	31.7%	36.7%	0.5%	52.5%	43.3%	46.7%	38.8%		88.9%
	市场份额	13.3%	14.7%	14.3%	12.6%	13.2%	14.3%	13.3%	15.3%	15.1%	16.0%	15.2%	17.6%	14.3%
百世	业务量	7	14	22	38	55	76	13	23	24	26	85	9	尚未披露
	增速	128.2%	90.6%	54.4%	74.1%	45.0%	38.5%	-1.9%	19.3%	24.8%	6.0%	12.7%		
	市场份额	5.3%	6.8%	6.9%	9.4%	10.8%	11.9%	10.5%	10.7%	10.6%	9.5%	10.2%	4.5%	
申通	业务量	23	26	33	39	51	74	11	24	24	29	86	12	21
	增速	56.6%	11.3%	26.9%	19.6%	31.1%	44.2%	-12.4%	38.4%	19.6%	23.3%	19.6%		91.0%
	市场份额	16.5%	12.4%	10.4%	9.7%	10.1%	11.6%	8.9%	11.2%	10.9%	10.5%	10.6%	6.0%	9.8%
顺丰	业务量	16	20	26	31	39	48	17	19	20	25	81	33	25
	增速	46.8%	22.3%	31.0%	18.3%	26.8%	25.1%	77.1%	85.3%	64.7%	56.0%	68.4%		44.1%
	市场份额	11.5%	9.5%	8.2%	7.6%	7.6%	7.6%	13.7%	9.1%	9.1%	9.1%	9.8%	16.6%	11.3%
行业	业务量	140	207	313	401	507	635	125	214	223	272	834	199	219
	增速	51.9%	48.1%	51.3%	28.1%	26.6%	25.3%	3.2%	36.8%	37.9%	38.7%	31.2%		75.0%
CR4		54.4%	51.7%	49.3%	49.7%	54.6%	61.1%	61.2%	65.5%	64.8%	63.1%	63.2%	69.3%	
CR6		71.0%	68.0%	64.5%	66.7%	72.4%	80.4%	80.7%	85.2%	84.5%	81.7%	83.2%	90.4%	

季度业务量及增速：顺丰明显超越行业，通达系二季度起反弹明显

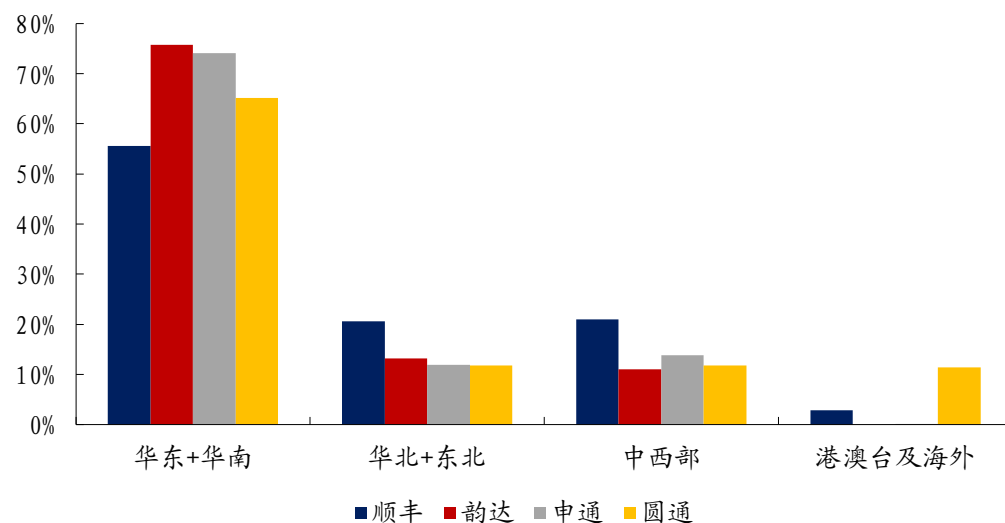
快递企业分季度业务量、增速及分季度占比（亿件，%）

		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
中通	业务量	15.99	21.16	20.96	27.14	22.64	31.07	30.58	36.92	23.74	45.95	46.23	54.10	
	YoY	41.59%	46.83%	45.90%	36.04%	41.59%	46.83%	45.89%	36.09%	4.86%	47.89%	51.18%	46.53%	
	分季度占比	18.68%	25.63%	25.23%	30.46%	18.68%	25.63%	25.23%	30.46%	13.96%	27.03%	27.19%	31.82%	
韵达	业务量	12.69	17.39	17.68	22.22	17.84	25.50	25.99	30.97	19.10	37.19	40.13	45.40	36.03
	YoY	55.15%	49.87%	45.40%	47.15%	40.58%	46.64%	47.00%	39.38%	7.30%	45.84%	54.35%	46.45%	88.64%
	分季度占比	18.13%	24.85%	25.26%	31.75%	17.79%	25.42%	25.91%	30.88%	13.47%	26.22%	28.30%	32.01%	
圆通	业务量	11.90	16.24	16.30	22.21	16.57	21.45	23.49	29.64	16.65	32.71	33.65	43.47	31.45
	YoY	21.17%	27.09%	32.10%	34.75%	39.24%	32.08%	44.11%	33.45%	0.48%	52.49%	43.25%	46.66%	88.89%
	分季度占比	17.85%	24.37%	24.46%	33.32%	18.18%	23.53%	25.77%	32.52%	13.16%	25.86%	26.60%	34.37%	
百世	业务量	9.50	12.80	13.71	18.68	13.41	19.07	18.91	24.38	13.16	22.75	23.60	25.84	
	YoY	66.30%	39.60%	35.70%	47.10%	41.16%	48.98%	37.93%	30.51%	-1.87%	19.31%	24.81%	5.99%	
	分季度占比	17.37%	23.40%	25.06%	34.15%	17.70%	25.17%	24.96%	32.18%	15.41%	26.66%	27.65%	30.28%	
申通	业务量	8.84	11.64	13.33	17.33	12.78	17.33	20.36	23.23	11.20	23.98	24.34	28.66	21.39
	YoY	18.95%	18.38%	41.18%	40.89%	44.57%	48.88%	52.74%	34.05%	-12.36%	38.29%	19.61%	23.32%	90.98%
	分季度占比	17.29%	22.76%	26.07%	33.89%	17.34%	23.51%	27.63%	31.52%	12.70%	27.19%	27.60%	32.50%	
顺丰	业务量	9.15	9.42	9.45	10.67	9.82	10.45	12.24	15.90	17.20	19.35	20.16	24.65	24.78
	YoY	39.27%	31.56%	28.22%	13.28%	7.32%	10.93%	29.52%	49.02%	75.15%	85.17%	64.71%	56.01%	44.07%
	分季度占比	23.65%	24.35%	24.42%	27.58%	20.29%	21.59%	25.28%	32.84%	21.14%	23.78%	24.78%	30.30%	
行业	业务量	99.18	121.60	126.58	159.74	121.46	156.13	161.48	196.16	125.30	213.50	222.64	272.10	219.31
	YoY	30.7%	25.0%	25.7%	26.1%	22.47%	28.39%	27.57%	22.80%	3.16%	36.75%	37.87%	38.71%	75.02%

区域分布：顺丰区域结构最为均衡

- 申通华东与华南地区的营业收入占比最高，这些地区是申通的传统优势；
- 顺丰营业收入的区域结构最为均衡；
- 圆通海外业务占比高于其他公司主要是其合并了先达国际（国际货代业务）。

2020年各快递企业各区域营收占比比较



2020年各快递企业各区域营收增速

顺丰		韵达*		申通		圆通	
华东	32.10%	东北	-60.90%	华东	-12.58%	华东	7.21%
华南	53.84%	华北	7.29%	华南	-1.91%	华南	-2.54%
华北	28.13%	华东	12.29%	华北	2.81%	华北	16.41%
中南	34.94%	华南	-27.27%	华中	-9.91%	华中	9.67%
华西	35.61%	华中	-8.83%	西南	5.04%	西南	9.87%
港澳	23.25%	西北	5.52%	东北	2.81%	东北	17.96%
海外	25.85%	西南	4.99%	西北	12.50%	西北	0.77%
				国外	80.67%	港澳台	45.98%
						海外	7.83%

需求分布极不平衡是电商快递价格战停不下来的根本原因

- 不同于一般意义上的网络型系统（电商、航空等等），电商快递行业，“产粮区”是一个独特的存在，少数几个区域把持了绝大多数流量；这带来的结果是，行业参与者只要在这少数几个地方降价，就能带来全网业务量的显著上升，对于需要规模摊低成本的快递企业来说，这是个“划算的交易”。（极兔快递能快速崛起就是非常好的印证，据了解目前极兔已经是义乌市场份额最高的快递企业）
- 业务量前10大城市合计占全国比例为48%，是各大快递企业争抢业务量的重点目标市场。
- 2020年金华（义乌）快递单价3元/件，是产粮区纯电商件的最低价格，而且在快速降价，形成了虹吸效应。广州、深圳、上海单价较高，因为国际快递、快递总部收入占比较高。
- 顺丰的网络平衡度和分散度相比电商快递要好很多。

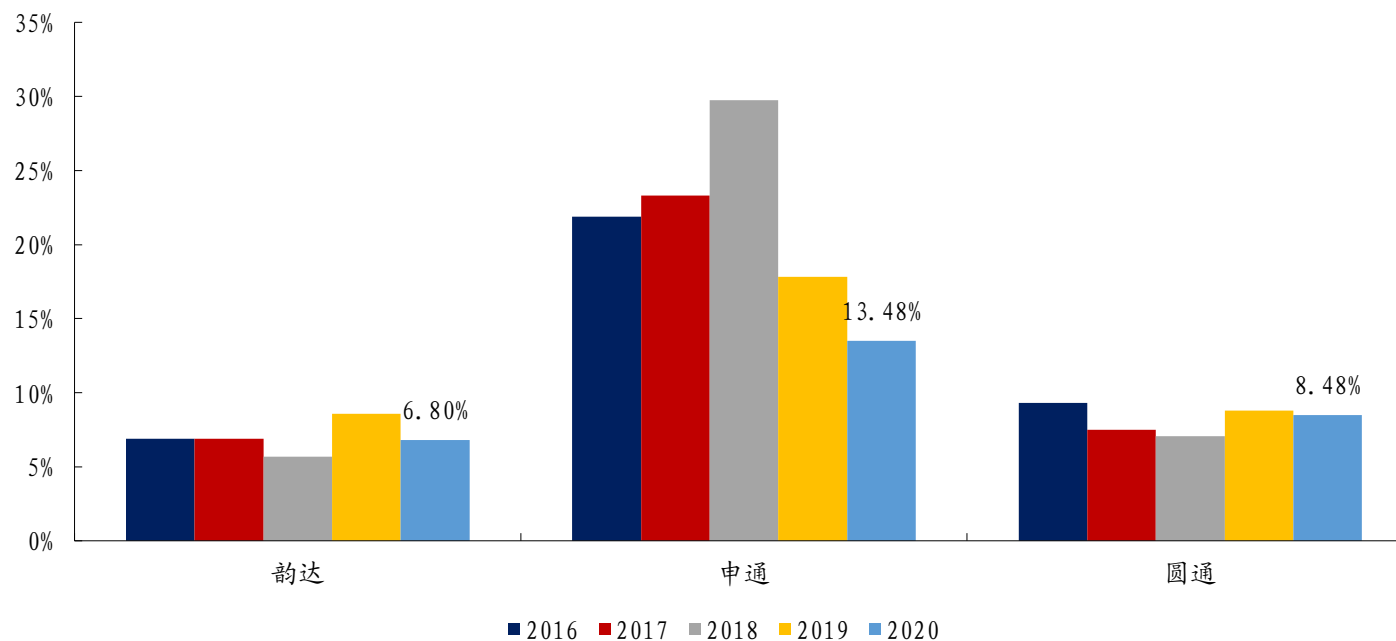
2020年主要城市快递业务数据

2020年	业务量（亿件）	占全国份额	业务量同比	单价（元/件）	单价同比
金华（义乌）市	90.11	10.81%	52.14%	3.15	-16.99%
广州市	76.16	9.14%	19.99%	9.11	-8.98%
深圳市	53.72	6.45%	27.41%	12.23	-8.11%
上海市	33.63	4.03%	7.34%	42.46	3.23%
杭州市	30.01	3.60%	12.95%	12.23	-0.58%
北京市	23.82	2.86%	4.16%	13.90	-6.24%
揭阳市	23.47	2.82%	61.76%	5.88	-18.14%
东莞市	21.17	2.54%	29.86%	11.82	-7.14%
苏州市	21.02	2.52%	21.38%	11.15	-10.95%
泉州市	17.18	2.06%	41.19%	6.67	-15.09%
TOP 10		46.82%			
成都市	14.32	1.72%	13.70%	9.73	-10.68%
汕头市	14.21	1.71%	69.58%	5.83	-7.69%
温州市	13.59	1.63%	25.25%	6.33	-8.22%
宁波市	11.52	1.38%	19.91%	9.69	-6.98%
石家庄市	11.35	1.36%	65.59%	7.72	-22.67%
郑州市	11.00	1.32%	33.67%	9.37	-13.63%
武汉市	10.99	1.32%	-2.74%	10.02	-1.38%
台州市	10.94	1.31%	32.62%	5.26	-1.63%
嘉兴市	9.61	1.15%	33.65%	7.90	-12.95%
佛山市	9.55	1.15%	38.12%	12.81	-6.23%
TOP 11-20		14.05%			

加盟商结构：韵达加盟商分散度较高

- 韵达前5大加盟商占比总收入比最低；
- 申通大加盟特点明显，且2018年并购广东转运中心叠加华南业务量高速增长带来大加盟商占比进一步提升。

快递企业前五大客户（加盟商）营收占比情况比较（%）



资本开支普遍超往期水平

- 2013年开始，顺丰、韵达、中通等快递公司积极投入自动化设备，圆通、申通自2018起加大投入。
- 2019年开始，韵达加大了计算机及电子设备的投资。
- 顺丰、圆通、中通在土地投资上较为领先，2018年开始，韵达快速补上土地短板。

主要快递公司固定资产余额比较

企业	项目 (单位：亿元)	房屋及建筑物	土地使用权	运输工具	机器设备	计算机及电子设备	办公设备及其他设备	飞机、飞机发动机、高价周转件等
中通	2014年底	3.5	4.2	2.4	0.8	0.5		
	2017年底	27.0	16.0	15.5	13.0	2.1		
	2018年底	35.9	19.7	23.2	24.8	3.1		
	2019年底	55.9	25.1	33.7	37.8	4.6		
	2020年底	69.4	43.6	55.9	50.6	6.2		
韵达	2013年底	2.9	0.5	0.6	2.1	1.0		
	2017年底	7.0	7.5	7.5	12.4	1.3		
	2018年底	8.6	12.1	10.1	25.1	3.4		
	2019年底	10.6	20.2	11.0	36.4	6.4		
	2020年底	24.9	24.3	16.1	46.1	7.7		
圆通	2013年底	3.2	4.5	1.7	0.8	1.5	0.1	0.0
	2017年底	20.8	16.7	1.2	4.2	0.8	0.2	2.1
	2018年底	32.2	21.7	5.6	8.9	1.4	0.2	4.9
	2019年底	42.9	29.1	6.3	15.3	2.2	0.2	5.3
	2020年底	53.0	36.3	10.9	25.1	2.6	0.3	5.0
百世	2015年底	2.6		0.2		6.2		
	2017年底	5.4		0.1		13.4		
	2018年底	9.5		0.1		17.9		
	2019年底	11.8		0.1		25.6		
	2020年底	13.3		1.2		33.9		
申通	2013年底	1.3	3.7	0.8	0.9	0.4		
	2017年底	5.4	6.8	5.3	1.6	0.7		
	2018年底	10.5	8.3	6.9	8.3		1.0	
	2019年底	15.3	9.2	9.2	14.3		1.1	
	2020年底	20.8	12.7	8.2	21.5		1.0	
顺丰	2013年底	4.2	2.6	11.3	5.7	4.6	1.8	9.9
	2017年底	32.4	43.3	14.4	15.9	8.4	15.2	32.7
	2018年底	32.7	44.1	18.6	17.6	11.9	19.5	39.4
	2019年底	66.8	50.1	15.7	21.4	12.6	20.3	52.2
	2020年底	68.7	55.2	17.9	32.8	12.8	34.7	56.7

主要快递公司资本开支比较（单位：亿元）

		2016	2017	2018	2019	2020	21Q1
顺丰控股	年报季报中的资本支出	67.1	66.4	146.6	129.2	141.5	
	现金流量表中的资本支出	67.1	66.4	146.7	129.2	141.5	44.1
	研发投入	5.61	11.67	21.56	25.65	30.01	
	其中费用化	2.70	6.49	9.84	11.93	17.42	5.12
中通快递	年报季报中的资本支出	27.0	28.0	39.8	52.3	92	
	现金流量表中的资本支出	28.0	28.3	40.9	52.5	92.1	
韵达股份	年报季报中的资本支出	18.4	16.6	41.2	44.0	62.4	
	现金流量表中的资本支出	18.4	16.6	45.1	44.0	62.4	20.6
	研发投入	0.32	0.47	0.61	1.74	2.96	
	其中费用化	0.32	0.47	0.61	1.74	2.05	0.86
圆通速递	现金流量表中的资本支出	19.3	23.7	34.9	33.6	52.1	11.0
	研发投入	0.50	0.85	0.51	0.80	1.07	
	其中费用化	0.50	0.85	0.50	0.62	0.44	0.13
百世集团	年报季报中的资本支出	6.3	7.5	10.8	15.0	15.9	
	研发费用	0.80	1.39	1.85	2.04	1.91	
申通快递	年报季报中的资本支出	8.5	13.8	28.2	19.9	24.0	
	现金流量表中的资本支出	8.1	13.2	28.8	20.0	24.0	7.0
	研发投入		0.001	0.44	1.26	1.46	
	其中费用化		0.001	0.44	1.04	1.31	0.4

注：因披露口径原因，顺丰研发投入=研发费用+资本化投入+其他

通达网络强度比较：干线车辆、中转中心

近期各快递企业最新网络强度比较

	转运中心数量						干线车辆数量			
	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2017年	2018年	2019年	2020年
中通	74个	75个	82个	86个	91个	94个	超4800辆	超5500辆	超7350辆	约10450辆
其中自营	68个	69个	76个	78个	82个	84个	超3600辆	超4500辆	超6450辆	约9700辆
韵达	50个	55个	54个	55个	59个	67个				
圆通	60个	62个	64个	67个	73个	75个		超5100辆	超5500辆	超5000辆
其中自营	60个	62个	64个	67个	73个	75个		1199辆	1555辆	3105辆
百世	—	63个枢纽， 153个分拨	145个枢纽 和分拨	62个枢纽和 44个分拨	59个枢纽和 29个分拨	55个枢纽和 32个分拨				
申通	82个	80个	86个	68个	68个	68个	3485辆	4478辆	5200辆	
其中自营	49个	48个	48个	60个	61个	64个	1618辆	2941辆	3650辆	3500辆

顺丰网络强度变化

	2016	2017	2018	2019	2020
全货机合计数（架）	51	57	66	71	75
其中自有数（架）	36	41	50	58	61
全货机线路条数（条）	51	57	65	73	83
全货机航班总数（万次）	3.1	3.5	3.8	3.78	4.94
全货机发货量（万吨）	42.8	48.8	50.7	57.87	84.89
散航线路条数（条）	1300	1719	2069	2029	2027
散航航班总数（万次）	103	120.9	149.4	150.77	132.04
散航发货量（万吨）	56.81	62.1	73.1	77.45	82.36
航空发货量占公司总业务量比例	-	25.0%	21.5%	18%	11%
航空发货量占国内货邮总运输量的比例	-	23.0%	23.0%	24.80%	34%
自营网点数量	13,000	12,671	15,633	17,832	约19000
其中：华东	-	2,399	2,710	3,426	
华北	-	3,534	4,455	5,195	
中南	-	2,296	2,826	3,365	
华南	-	1,843	2,685	2,855	
华西	-	2,316	2,660	2,781	
港澳及海外	-	283	297	210	
枢纽级中转场（个）	12	10	9	9	10
航空、铁路站点（个）	19	39	49	36	39
片区中转场（个）	127个综合+133个简易		113	143	129
全自动分拣数量（个）	-	28	44	60	121

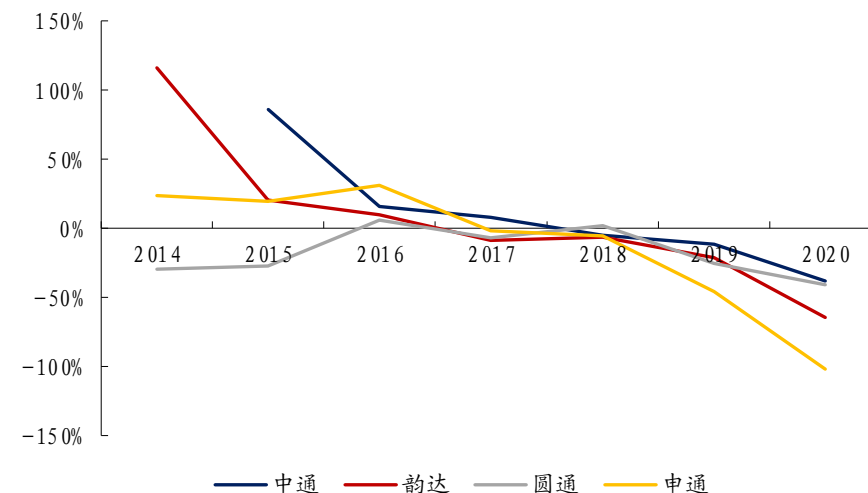
顺丰网络强度变化

	2016	2017	2018	2019	2020
运输干/支线（万条）	7.76	7.8	9.7	10	13
干支线车辆（万台）	1.5（自有车辆）	3	3.5	4.3	5.8
末端收派车辆（万台）		6.3	7.6	9	10.5
高铁运力（条）	-	62	82	161	(451个流向)
普列运力（条）	-	96	127	122	119
电商仓库（座）	-	82	91	113	154
电商仓库（万平米）	-	115（普通仓库）	141	192	232
食品冷库（座）	-	51	75	57	62
食品冷库（万平米）	-	22.4	33	33	29
医药冷库（座）	-	3	4	5	12
医药冷库（万平米）	-	2.3	2.9	3	17
布局土地面积（亩）	2953	4226	6173	7098	8721
总规划建筑面积（万平米）	212.7	272	368	418	611
已经建成建筑面积（万平米）	76.4	78	110	151	172

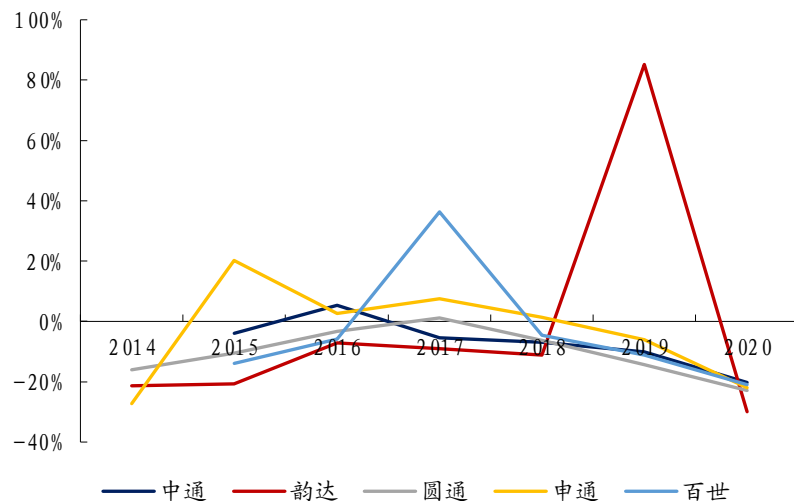
单位成本继续下行，但单价下行幅度失控

- 2020年之前，加盟制快递企业之间的价格战能通过规模效应之下的单位成本下降基本对冲，从而使得单件利润相对稳定。
- 但2020年的价格战幅度明显超越了规模效应的贡献，带来单件利润的显著下降，甚至出现阶段性亏损。

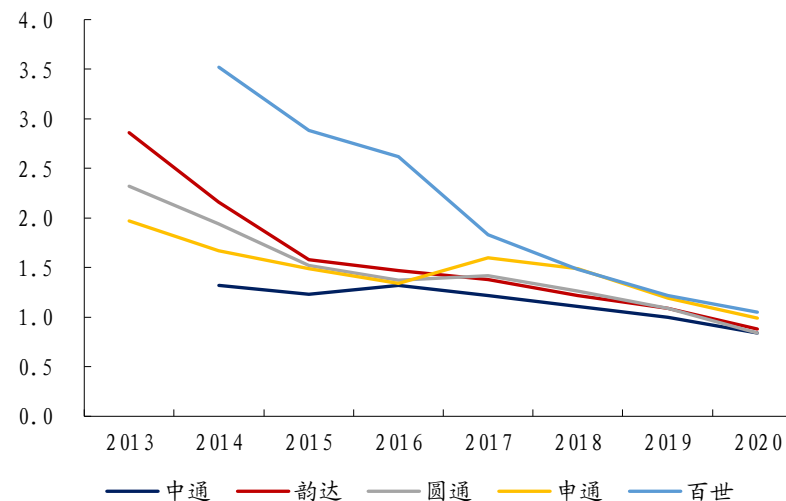
2014-2020年单件扣非归母净利润增速



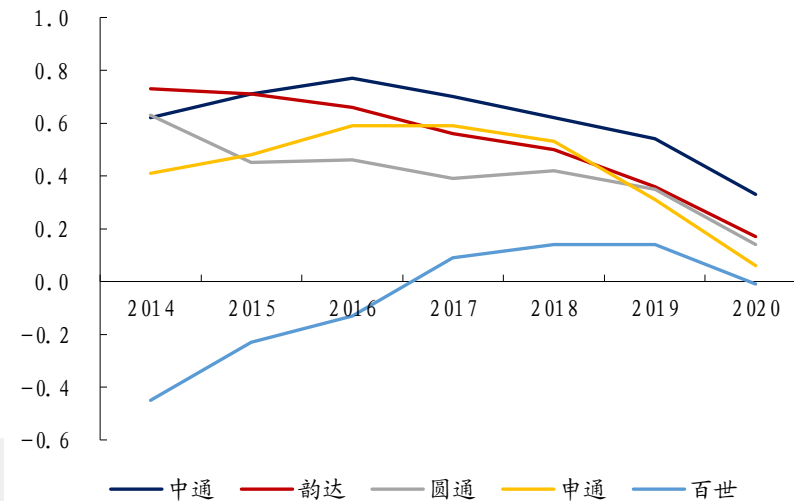
2014-2020年单件快递相关收入增速



2013-2020年单件面单转运成本（元）



2014-2020年单件毛利（元）



极兔承担拼多多战略储备的任务，或是一个危险的对手

- 得益于快递需求分布过度集中在义乌广州等地，2020年3月才开始在中国起网发力的极兔快递件量正式迅猛，目前日单量已突破2000万单。极兔背负拼多多战略意图，可能长期就不以盈利为目的，这将给行业价格上行带来较大阻力。
- 据报道目前极兔快递估值仅次于中通快递，显示产业资本对其后续发展的信心。

极兔发展情况概述

转运中心

极兔在全国投产77个转运中心，搭建350多组自动化矩阵，分批投入超过1300套自动摆轮设备和500套DWS智能扫描设备，全力打造高效、智能的分拣体系，最大化地缩短快件的中转时长。

77个
转运中心

500+套
DWS智能扫描设备

350+组
自动化矩阵

1300+套
自动摆轮设备

服务网点

极兔已初步建立覆盖全国的服务网络，高密度的网点，有效保障极兔能在最短时间内将服务触达客户。

100%

全国省、市覆盖率

运输干线

全国的支线与干线能够无缝衔接，特色产品区域可以重点保障。灵活、立体化的线路能够保障极兔速递服务，做到时效优先。

2500+
干线运输车辆

2000+
运输干线

100%
省际联通率

	具体内容
基础设施	极兔在全国投产78个转运中心，搭建384组全自动化矩阵，极兔已初步建立覆盖全国的服务网络，干线运输车辆超2000，省际联通率达100%。
发展历程	2015年8月20日，J&T Express 印尼开业典礼在首都雅加达举行，标志着J&T Express品牌的正式诞生
	2020年3月J&T极兔速递中国起网
	2020年9月J&T极兔速递网络实现全国省市覆盖
业务量	5月全网日均业务量突破100万件，10月全网日单量已超1000万单，目前已突破2000万单
价格	为抢占市场，极兔的收件价格往往低于“通达系”。据物流指闻，以上海至重庆1-10公斤快递为例，极兔的单价普遍比通达系快递最低价低2-3元。此外，极兔速递为诸多农产品产地提供快递物流服务，在助农补贴方面，极兔速递给予农民一定优惠政策，如助力梅州蜜柚设临时转运中心，通过省内干线直发，箱装件5公斤以内全国通票一口价。
融资	2020年1月，新加坡财经媒体Deal Street Asia 报道J&T Express获得来自中国风投基金超1亿美元的投资；
	2020年3月，Deal Street Asia 再次报道称，以极兔为有限合伙人之一的ATM Capital宣布结束其首次关于东南亚投资基金的募集，累计募集资金超过1亿美元；
	2020年9月9日，多位极兔加盟商及快递业人士表示，极兔总部的新一轮融资已在筹备当中，融资规模百亿元级别，投资方包括多个风投基金，红杉资本“勉强挤进前十”。
	2021年4月，根据《晚点 LatePost》报道，极兔已经完成了一笔18亿美元的融资，由博裕资本领投5.8亿美元，红杉资本和高瓴同时跟投，投后估值78亿美元。另外，根据彭博社报道，极兔拟在美国上市，募资额可能超过10亿美元。

单件成本或受到总件量统计的扰动，需要辩证去看

收入/成本拆分	中通						韵达						圆通						申通*						百世					
单位：元	17	18	19	20 H1	20 H2	20	17	18	19	20 H1	20 H2	20	17	18	19	20 H1	20 H2	20	17	18	19	20 H1	20 H2	20	17	18	19	20 H1	20 H2	20
单件快递收入	1.96	1.81	1.62	1.28	1.29	1.29	1.94	1.72	3.19	2.36	2.15	2.23	3.68	3.44	2.95	2.36	2.22	2.27	3.76*	3.66*	3.17*	2.65*	2.37*	2.44*	3.39	3.24	2.88	2.37	2.2	2.28
=单件面单转运收入	1.96	1.81	1.62	1.28	1.29	1.29	1.94	1.72	1.63	0.96	0.81	0.87	2.28	2.02	1.65	1.26	1.17	1.2	2.11*	1.96*	1.46*	1.22*	1.06*	1.08*	1.92	1.63	1.36	1.1	1.01	1.05
+单件派送收入	/	/	/	/	/	/	/	/	1.55	1.40	1.34	1.36	1.40	1.42	1.30	1.10	1.05	1.07	1.65	1.70	1.71	1.43	1.31	1.36	1.47	1.61	1.52	1.27	1.20	1.23
单件其他收入	0.10	0.11	0.10	0.09	0.08	0.09																								
单件成本合计	1.36	1.29	1.18	1.01	1.06	1.04	1.38	1.22	2.83	2.20	1.97	2.06	3.29	3.03	2.6	2.13	2.13	2.13	3.22*	3.18*	2.88*	2.53*	2.35*	2.39*	3.30	3.09	2.74	2.33	2.25	2.28
=单件面单、转运成本	1.16	1.05	0.95	0.79	0.84	0.82	1.38	1.22	1.09	0.85	0.91	0.88	1.42	1.26	1.09	0.86	0.83	0.84	1.60*	1.49*	1.19*	1.06*	1.01*	0.99*	1.83	1.48	1.22	1.06	1.05	1.05
其中：运输费	0.77	0.68	0.62	0.47	0.54	0.51	0.94	0.83	0.73	0.45	0.61	0.54	0.93	0.80	0.69	0.51	0.51	0.51	0.93*	0.83*	0.66*	0.46*	0.46*	0.45*	1.01	0.87	0.76	0.61	0.66	0.64
其中：操作费	0.39	0.38	0.34	0.32	0.30	0.31	0.42	0.39	0.36	0.40	0.30	0.34	0.47	0.44	0.36	0.33	0.30	0.31	0.60*	0.61*	0.49*	0.55*	0.53*	0.52*	0.82	0.61	0.47	0.45	0.39	0.41
+单件其他成本 (圆通为网点中转费)	0.20	0.24	0.22	0.22	0.22	0.22	/	/	/	/	/	/	0.51	0.40	0.21	0.06	0.16	0.12	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/
+单件派送成本	/	/	/	/	/	/	/	/	1.73	1.35	1.06	1.18	1.37	1.37	1.31	1.21	1.14	1.17	1.62	1.68	1.69	1.47	1.34	1.39	1.47	1.61	1.52	1.27	1.20	1.23
单件毛利	0.70	0.62	0.54	0.36	0.31	0.33	0.56	0.50	0.36	0.16	0.18	0.17	0.39	0.42	0.35	0.22	0.09	0.14	0.59	0.53	0.31	0.10	0.04	0.06	0.09	0.14	0.14	0.04	-0.04	-0.01
单件扣非扣减值归母净利	0.52	0.49	0.44	0.30	0.25	0.27	0.33	0.31	0.25	0.10	0.08	0.09	0.27	0.28	0.21	0.18	0.08	0.12	0.39	0.34	0.19	0.01	-0.01	0.00	-0.24	-0.08	-0.02	-0.2	-0.18	-0.18
YoY (%)	8	-5	-11	-31	-42	-38	-8	-7	-20	-64	-65	-65	-7	2	-25	-17	-58	-41	-8	-12	-46	-97	-109	-102						
单件EBITDA	0.70	0.72	0.66	0.44	0.38	0.41	0.56	0.61	0.45	0.27	0.20	0.23	0.43	0.47	0.34	0.34	0.06	0.17	0.56	0.59	0.34	0.16	0.02	0.08	-0.23	-0.01	0.04	0.14	0.11	-0.12
单件经营性现金流净额	0.58	0.52	0.52	0.21	0.35	0.29	0.63	0.53	0.5	0.06	0.22	0.15	0.31	0.35	0.42	0.25	0.29	0.28	0.54	0.51	0.27	-0.11	0.24	0.10	0.01	0.12	0.11	-0.12	0.09	-0.03

注：1、中通快递业务收入不包含仓配、物流等其他收入。2、圆通派送收入在报表中没有拆分，为估计值。3、圆通单件净利润已将货代业务净利润剔除。4、2018年开始申通收购转运中心收入，导致口径变化，上表转运成本按照自营比例加权调整。4.2019H1韵达调整口径，将派送收入成本计入营收和成本，公司披露派件收入，但未单独披露派件成本，韵达转运成本为估计值

顺丰控股（002352）运输和中转成本拆解

（元/件）	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
合计	18.43	19.52	19.08	17.82	18.52	19.04	18.96	15.69
运输成本	5.60	5.67	5.27	4.50	4.98	5.45	5.43	5.15
外包	0.61	1.41	1.59	1.63	2.28	3.02	3.28	3.40
自有	4.99	4.26	3.68	2.87	2.70	2.43	2.15	1.75
转运中心+末端	12.83	13.85	13.81	13.32	13.54	13.59	13.53	10.54
职工薪酬	9.62	10.34	10.29	10.12	10.17	10.31	10.28	8.14
外包	0.34	0.70	2.42	6.46	6.87	7.21	7.86	6.53
自有	9.28	9.64	7.87	3.66	3.30	3.10	2.42	1.60
折旧摊销	0.84	0.88	0.94	0.82	0.90	0.77	0.77	0.55
办公及租赁	0.91	1.10	1.23	1.06	1.11	1.28	1.34	0.92
物资及材料	1.16	1.24	1.03	0.88	0.98	0.97	0.81	0.57
IT及信息平台	0.10	0.08	0.05	0.10	0.08	0.06	0.07	0.05
关务	0.15	0.14	0.16	0.15	0.11	0.08	0.06	0.05
理赔	0.09	0.12	0.12	0.18	0.19	0.18	0.18	0.14
交通差旅	0.00	0.01	0.00	0.01	0.02	0.02	0.02	0.01
税费	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-0.04	-0.04	-0.01	0.00	-0.02	-0.07	0.01	0.11

注：部分成本包含少量非快递业务成本

三通一达及百世运输和中转成本拆解

(元/件)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中通	转运合计		1.27	1.19	1.26	1.16	1.05	0.95	0.82
	运输成本		0.90	0.79	0.83	0.77	0.68	0.62	0.51
	中转成本		0.37	0.40	0.43	0.39	0.38	0.34	0.31
韵达	转运合计	2.67	2.03	1.50	1.43	1.36	1.22	1.09	0.87
	运输成本	1.93	1.39	0.96	0.95	0.94	0.83	0.73	0.54
	中转成本	0.75	0.64	0.54	0.48	0.42	0.38	0.37	0.33
	职工薪酬	0.49	0.39	0.28	0.14	0.11	0.07	0.04	0.03
	装卸扫描	0.06	0.04	0.06	0.18	0.14	0.15	0.16	0.16
	折旧摊销	0.03	0.05	0.04	0.06	0.09	0.09	0.09	0.09
	办公租赁	0.11	0.13	0.09	0.07	0.06	0.05	0.04	0.04
	其他	0.05	0.04	0.07	0.03	0.03	0.03	0.03	0.02
	转运合计	2.15	1.77	1.46	1.35	1.40	1.24	1.05	0.82
圆通	运输成本	1.41	1.18	0.99	0.91	0.93	0.80	0.69	0.51
	中转成本	0.74	0.59	0.47	0.43	0.47	0.44	0.36	0.31
	网点中转费	0.27	0.27	0.40	0.54	0.51	0.40	0.21	0.12
百世	转运合计		3.52	2.88	2.62	1.83	1.48	1.22	1.05
	运输成本		1.97	1.48	1.29	1.01	0.87	0.76	0.64
	中转成本		1.54	1.39	1.33	0.82	0.62	0.47	0.41
	职工薪酬		1.02	0.94	0.70	0.47	0.33	0.24	0.21
	租赁成本		0.23	0.22	0.20	0.13	0.11	0.10	0.10
	其他成本		0.29	0.23	0.43	0.22	0.18	0.13	0.10

(元/件)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
申通 报表披露	转运合计	1.07	0.86	0.80	1.31	1.34	1.60	1.78	1.45
	运输成本	0.83	0.64	0.54	1.04	0.97	1.19	1.35	0.95
	汽运	0.51	0.43	0.37					
	航空代理支出	0.23	0.13	0.11					
	直接材料	0.09	0.08	0.05					
	中转成本	0.24	0.22	0.26	0.27	0.37	0.40	0.44	0.50
	职工薪酬	0.12	0.12	0.14	0.16	0.16	0.20	0.26	0.25
	折旧摊销	0.03	0.03	0.04	0.04	0.05	0.04	0.08	0.05
	其他	0.09	0.07	0.09	0.07	0.17	0.17	0.10	0.20
	自营率	61%	58%	58%	59%	57%	88%	90%	94%
申通 经转运中心自营率调整后	转运合计	1.75	1.50	1.38	2.24	2.35	1.81	1.99	1.54
	运输成本	1.36	1.11	0.93	1.78	1.70	1.35	1.50	1.01
	中转成本	0.40	0.39	0.45	0.46	0.65	0.46	0.49	0.53
	职工薪酬	0.20	0.20	0.24	0.27	0.28	0.23	0.29	0.26
	折旧摊销	0.05	0.06	0.07	0.07	0.08	0.04	0.09	0.05
	其他	0.15	0.12	0.15	0.12	0.29	0.19	0.11	0.22

三通一达及百世派费收入和成本拆解

- 2019年，韵达首次将派费纳入收入、成本核算体系。
- 从2020年情况来看，圆通、申通、百世的派费收入成本基本持平。

(元/件)		2013	2014	2015	2016	2017	18H1	18H2	2018	19H1	19H2	2019	20H1	20H2	2020
中通	派费收入														
	派费成本														
	派费毛利														
韵达	派费收入									1.60	1.51	1.55	1.40	1.34	1.36
	派费成本									1.75	1.72	1.73	1.35	1.06	1.18
	派费毛利									-0.15	-0.21	-0.18	0.05	0.28	0.18
圆通	派费收入	1.43	1.43	1.40	1.28	1.40	1.42	1.42	1.42	1.30	1.30	1.30	1.10	1.05	1.07
	派费成本	1.41	1.40	1.39	1.26	1.37	1.39	1.35	1.37	1.30	1.31	1.31	1.21	1.14	1.17
	派费毛利	0.01	0.03	0.01	0.02	0.03	0.03	0.07	0.05	0.00	-0.01	-0.01	-0.11	-0.09	-0.10
申通	派费收入	1.39	0.77	1.48	1.62	1.65	1.75	1.67	1.70	1.61	1.78	1.71	1.43	1.31	1.36
	派费成本	1.42	0.99	1.53	1.59	1.62	1.65	1.71	1.68	1.63	1.72	1.69	1.47	1.34	1.39
	派费毛利	-0.02	-0.22	-0.05	0.03	0.03	0.10	-0.04	0.02	-0.02	0.06	0.03	-0.04	-0.03	-0.03
百世	派费收入					1.47	1.58	1.62	1.61	1.61	1.46	1.52	1.27	1.20	1.23
	派费成本					1.47	1.58	1.62	1.61	1.61	1.46	1.52	1.27	1.20	1.23
	派费毛利					0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

营运能力：快递企业间分化明显

2020年快递企业营运能力分析（单位：亿元）

	应收账款 余额	应付账款 余额	预收账款 余额	预付账款 余额	应收账款 周转率 (次)	经营性现 金流净额	营业收入	归母净利 润	(应付+预收 -应收-预付) /营收	经营净现金流 /归母净利润
中通	7.46	16.36	11.20	23.35	33.80	49.51	252.14	43.12	-1.29%	114.82%
韵达	6.77	37.94	1.22	1.01	49.48	21.84	335	14.04	9.37%	155.56%
圆通*	13.58	42.96	6.5	1.68	25.70	34.91	349.07	17.67	9.80%	197.57%
百世	9.92	41.45	15.26	33.19	30.24	-8.73	299.95	-20.26	4.53%	43.09%
申通	9.58	25.07	0.01	2.7	22.51	8.54	215.66	0.36	5.94%	2372.22%
顺丰	168.49	154.85	0.28	31.77	9.14	113.24	1539.87	73.26	-2.93%	154.57%
德邦	19.44	23.82	0.02	3.79	14.15	17.73	275.03	5.64	0.22%	314.36%

- 快递企业收益质量整体较好：韵达、圆通的应收账款、预付账款金额相较应付账款、预收账款金额相对较大；申通、德邦、圆通、韵达、顺丰现金流充裕。
- 应付+预收-应收-预付反应了企业对上下游的资金占用情况，负数表示资金被上下游占用，正数表示占用上下游资金。

资产负债表：负债率差异较大

- 韵达流动资金充裕，总资产中货币及类货币资产占比接近40%。
- 百世股东权益规模偏低，但开展了对干线运输车队的租赁业务，资产规模较大，负债率较高。

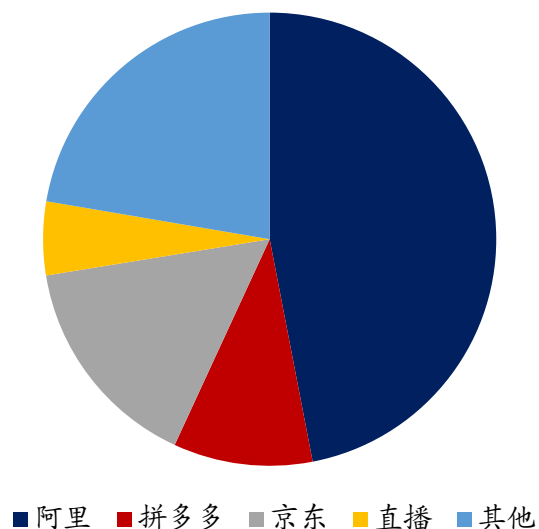
2020年快递企业资产负债表情况（单位：亿元）

	货币资金	低风险理财	以上两项合计	总资产	股东权益合计	长期负债	短期有息负债	有息负债	(货币资金+低风险理财)/总资产	(货币资金+低风险理财)/流动负债	流动比率	有息负债率	资产负债率
中通	142.13	36.90	179.03	592.05	491.00	7.57	16.79	21.81	30.24%	191.53%	2.39	3.68%	17.07%
韵达	40.10	65.05	105.15	295.01	144.58	56.08	19.62	75.82	35.64%	111.45%	1.44	25.70%	50.99%
圆通	46.73	9.93	56.66	264.29	175.16	2.85	17.53	17.53	21.44%	65.67%	1.00	6.63%	33.72%
百世	13.83	2.69	16.52	198.28	17.25	55.32	42.18	94.96	8.33%	13.14%	0.74	47.89%	91.30%
申通	26.04	19.55	45.59	159.52	88.41	10.82	23.68	33.82	28.58%	75.62%	1.13	21.20%	44.58%
顺丰	164.18	62.77	226.95	1111.60	567.60	125.92	109.64	212.55	20.42%	54.28%	1.24	19.12%	48.94%
德邦	13.87	1.50	15.37	101.91	46.24	4.43	11.69	11.69	15.08%	30.00%	1.03	11.47%	54.63%

电商流量多极化趋势明显

- 电商模式持续多元化，继社交电商后，直播电商、社区团购等新业态迅猛发展。2019年直播电商渗透率接近5%，2020年估计接近10%。
- 电商平台也呈现多极化趋势，阿里的市场份额受到新业态分流，根据测算，2018年阿里市场份额占比约60%，2019年降至约50%，2020年不足50%。

2020年中国电商各平台市场占有率测算



阿里对快递业务量的贡献（未考虑刷单、退单）

	2017	2018	2019	2020
业务收入（亿元）	1621.9	2293.59	3202.86	4213.75
YOY		41.41%	39.64%	31.56%
货币化率				
假设实物电商比例				
实物电商货币化率				
测算GMV（亿元）	32381	34521	43622	54502
YOY		6.61%	26.36%	24.94%
同比新增GMV（亿元）		2140	9101	10880
假设件单价（元/件）				
订单量（亿件）	247.56	259.87	321.62	410.17
同比新增订单量（亿件）		12.31	61.76	88.55
行业业务量（亿）	401	507	635	834
行业同比新增业务量（亿）	88	107	128	199
阿里订单量占行业比	61.74%	51.26%	50.65%	49.18%
阿里订单增量占行业比		11.50%	48.25%	44.50%

价格监管政策落地或带来行业竞争拐点

- 4月22日，浙江省政府第70次常务会议审议通过了《浙江省快递业促进条例（草案）》，明确提出不得以低于成本的价格提供快递服务，这是首次以法规形式提出对快递业价格的监管。
- 浙江金华（义乌）的快递出件量占全国10%，一直都是快递行业价格战的重灾区，若浙江省快递价格战停歇，有望带动全行业价格企稳回升。
- 以往监管部门应对行业恶性价战主要通过约谈、窗口指导等行政手段，此次条例是首次以法规形式监管行业价格竞争，有望明显提振快递末端网点的溢价能力和同业之间的监督能力。
- 但由于快递终端价格由加盟商自主决定，具有随意性，价格实时监控有难度，且加盟商的成本参差不齐，“低于成本”认定难度大，因此该条例实际运行效果仍有待观察。
- 该条例的出台标志着行业政策拐点已现，后续随着竞争逐步趋缓，行业盈利拐点或将在年内出现。总体上竞争强度减弱有利于龙头企业利用历史沉淀的资源、能力缓慢扩大竞争优势和市场份额。

开辟第二战场——多元化发展方向探讨

- 从**市场空间**来看，物流各细分领域市场体量都足以孕育大型企业。
- 从**市场竞争格局**来看，冷链和重货市场仍处于发展初期，未出现行业龙头；高个性化、高时效要求的商务快递、高端电商、即时配，以及高个性化、低时效要求的国际快递，龙头已经形成较大壁垒。
- 从**协同效应**来看，商务快递、高端电商和国际快递的产品性质与电商快递更为相似，协同效应更容易显现；即时配、冷链和重货产品差异较大，协同效应相对有限。
- **总体来说**，快递类易切入但竞争压力大，非快递类切入难度稍大但竞争压力相对有限，但均是可以考虑的方向。

物流领域多元化方向

	高个性化	低个性化
高时效要求	商务快递、 即时配、 高端电商	冷链
低时效要求	重货、国际快递	电商快递

通达系快递企业多元化主要方式

	主要方式
中通	向物流价值链的上下游延伸，如零担、一站式仓储配送服务和冷链物流
韵达	参与德邦股份定增，通过战略合作的方式切入大件快递和零担市场，实现优势互补
圆通	依赖自有航空和先达国际等资源，发展全球供应链业务
申通	正与盒马开始就社区团购网格仓业务进行合作
百世	长期经营快运、供应链、优货、金融、国际等业务

行业趋势判断

- 行业需求：疫情证明电商需求的潜力和韧性，长期渗透率有望达到30%以上，但今年在高基数下可能阶段性降速。
- 电商巨头竞争进入多极化发展，传统流量巨头阿里、京东面临拼多多、直播电商、社区团购分流。在此情况下，阿里急需物流服务升级，从而有望推动行业资本运作和整合。
- 贸易电商化、物流快递化的趋势愈发明显，带来最大的变化是物流服务的需求越来越小批量碎片的、个性化，即快递 越来越强调服务。中短期顺丰的品牌价值优势仍将维持，因此会继续独占高端需求领域。
- 虽然电商快递价格竞争正酣，但是优秀公司脱颖而出一定是在价格和服务中找到好的平衡点，激烈的竞争有望加速行业出清。目前是左侧布局未来“剩者”的好机会。目前阶段，资产负债表比利润表更重要，军备竞赛阶段有融资能力的企业才能扛过接下来的出清阶段。同时，价格监管政策的出台有望带来竞争逐步趋缓，行业盈利拐点或将在年内出现。
- 龙头快递企业的多元化发展情况决定了未来第二增长动力来源

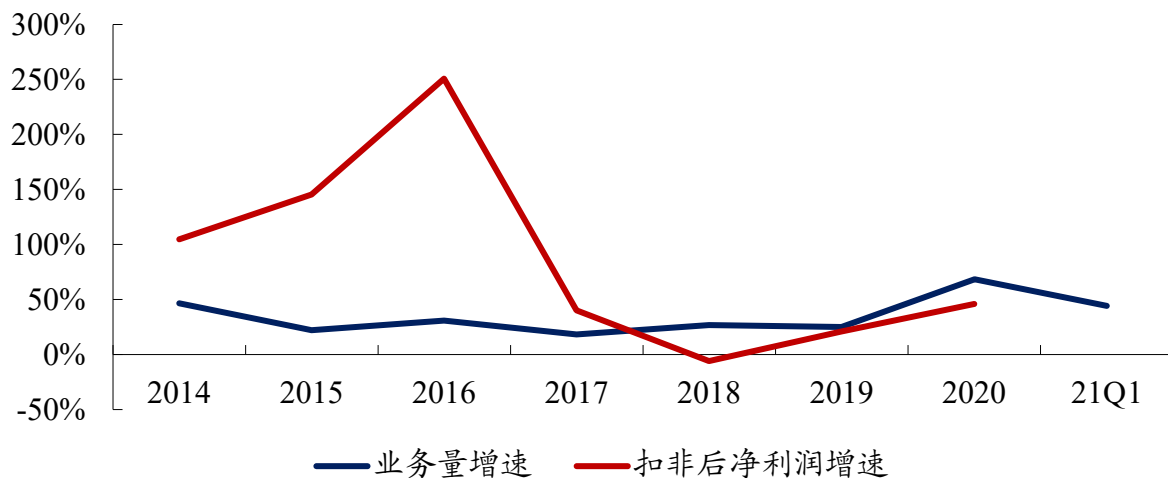
风险提示：电商需求低于预期、快递行业价格战超预期、资本开支超预期、人力和运输等要素成本上涨超预期

附录：各公司经营财务数据摘要

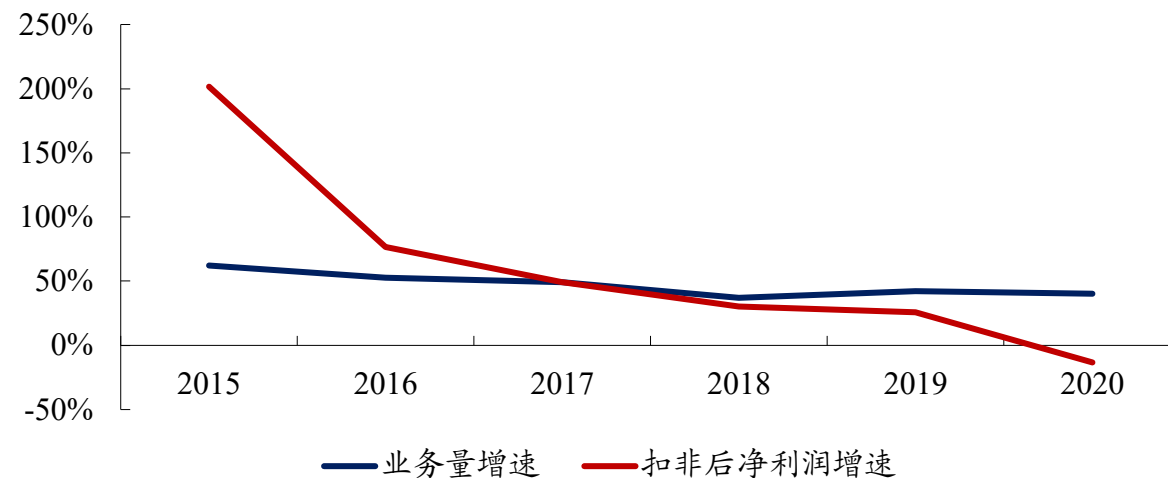


顺丰、中通业务量和利润指标

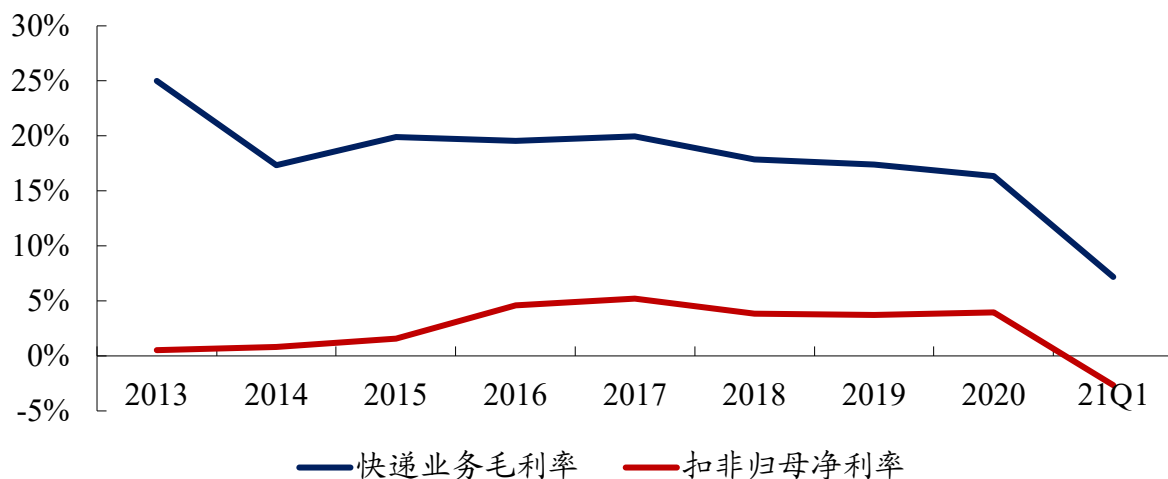
2014-21Q1年顺丰业务量和扣非归母净利润增速



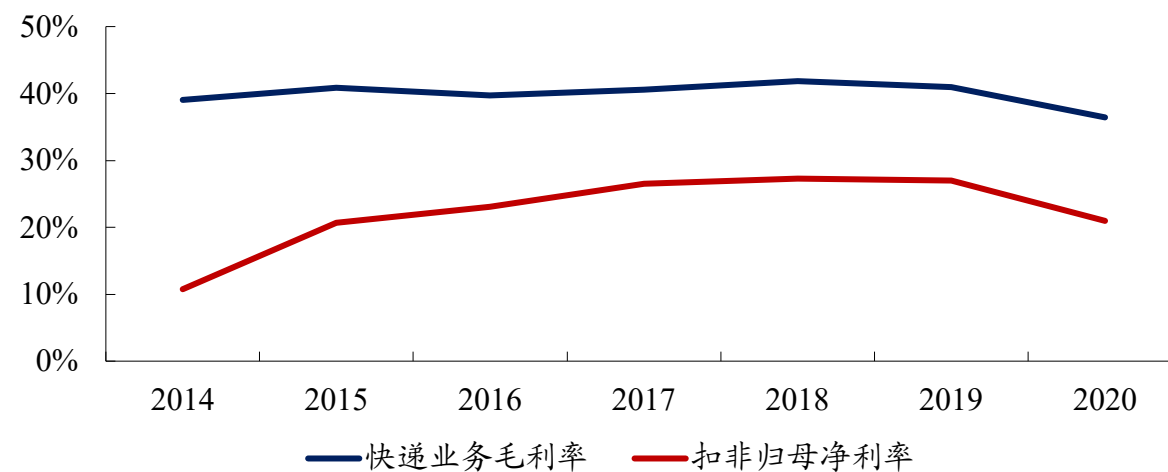
2015-2020年中通业务量和调整后净利润增速



2013-21Q1年顺丰快递业务毛利率和扣非归母净利润率

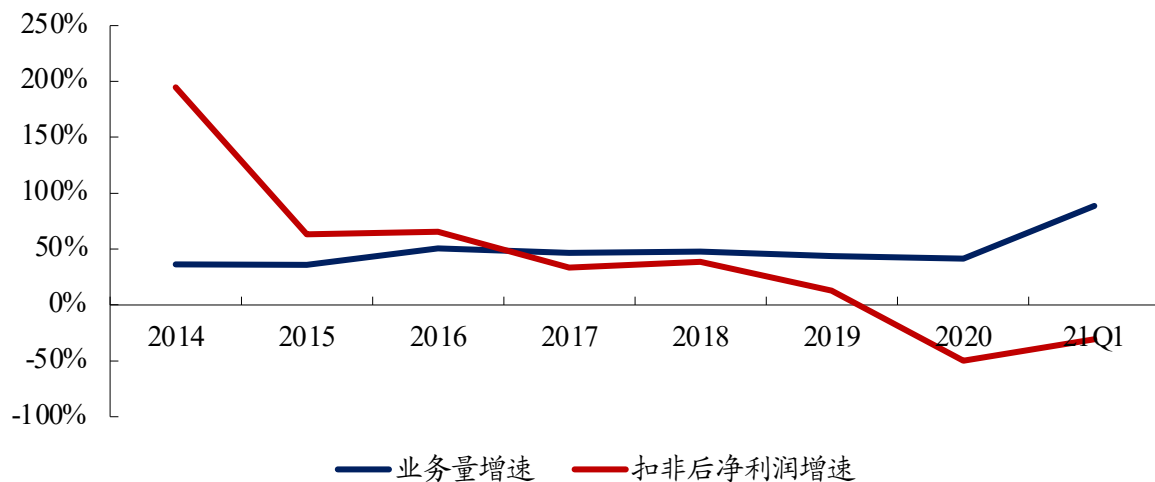


2014-2020年中通快递业务毛利率和调整后净利润率

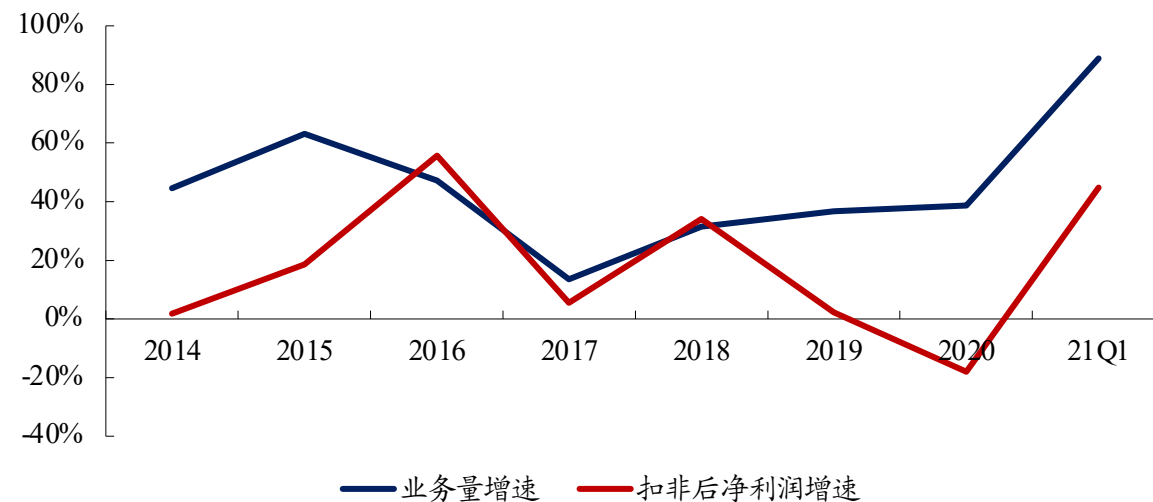


韵达、圆通业务量和利润指标

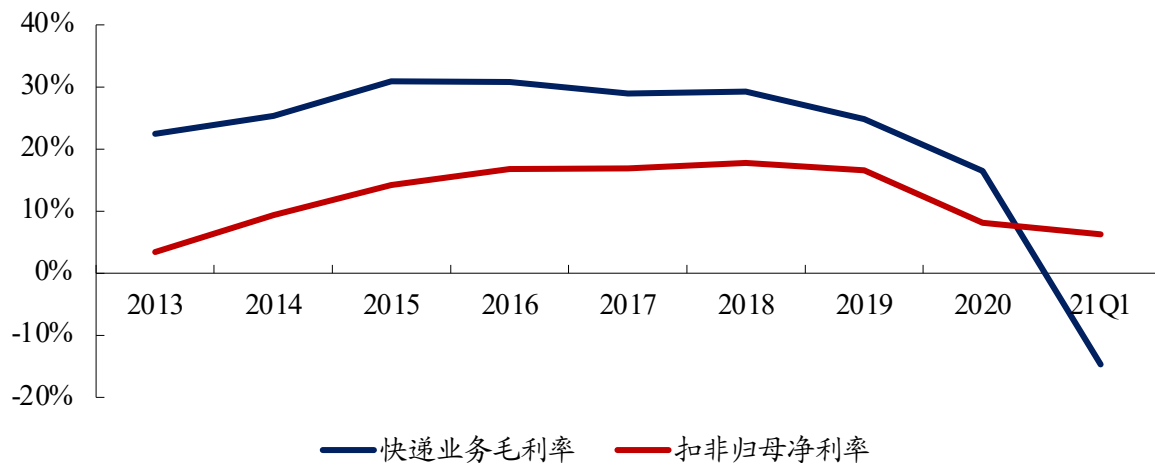
2014-21Q1年韵达业务量和扣非归母净利润增速



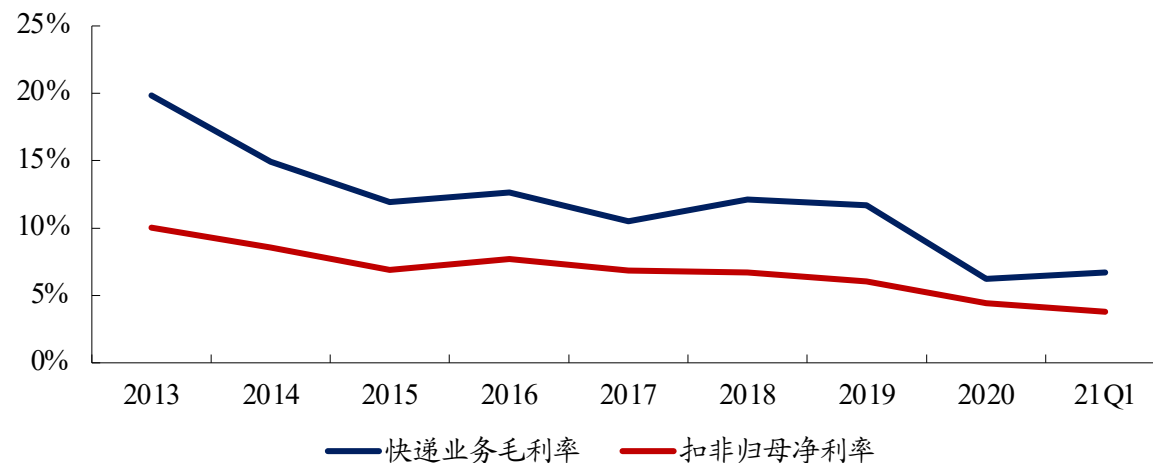
2014-21Q1年圆通业务量和扣非归母净利润增速



2013-21Q1年韵达快递业务毛利率和扣非归母净利润率



2013-21Q1年圆通快递业务毛利率和扣非归母净利润率

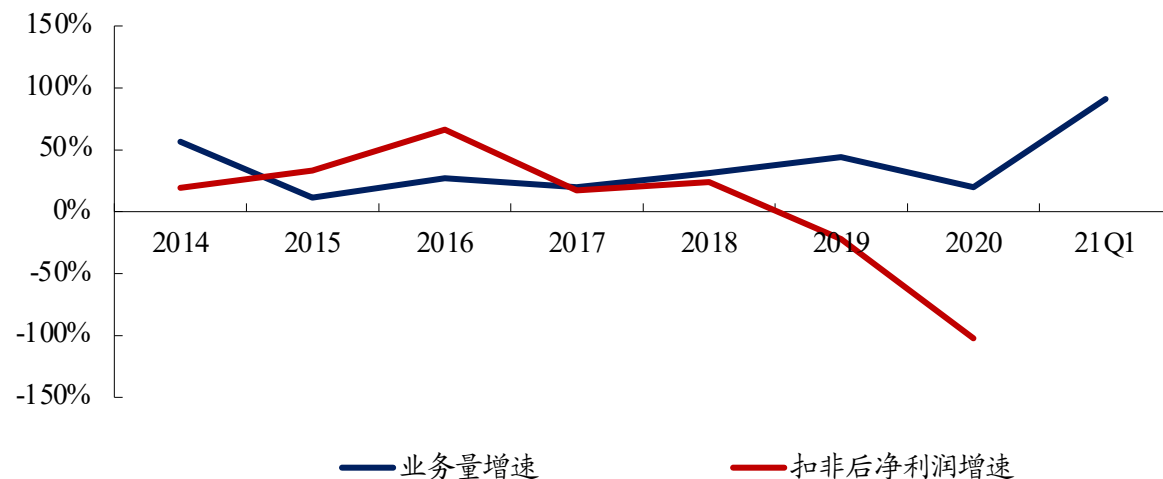


注：韵达毛利率和净利润率的分母均为可比口径的快递业务收入，即扣除派费和补贴

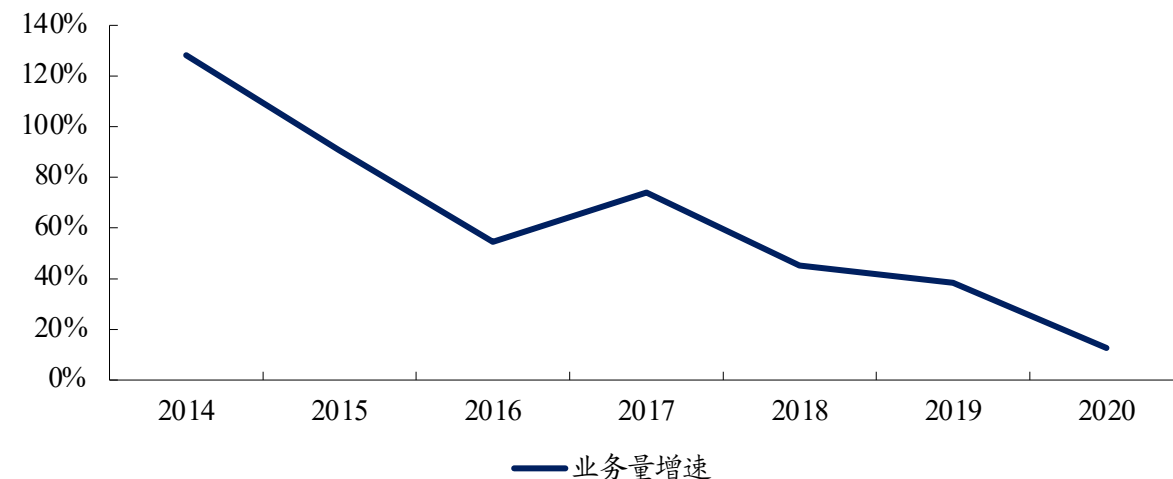
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理，圆通2019年为预测

申通、百世业务量和利润指标

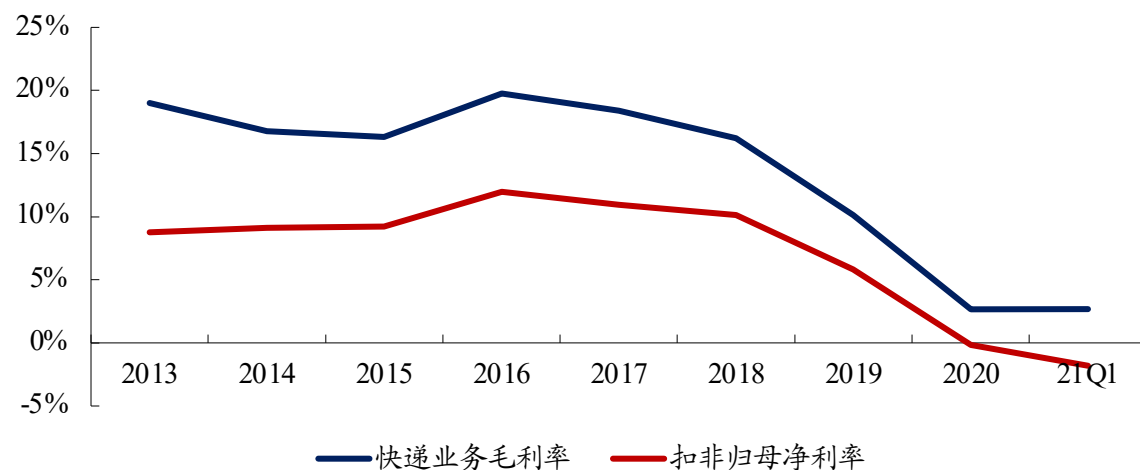
2014-21Q1年申通业务量和扣非归母净利润增速



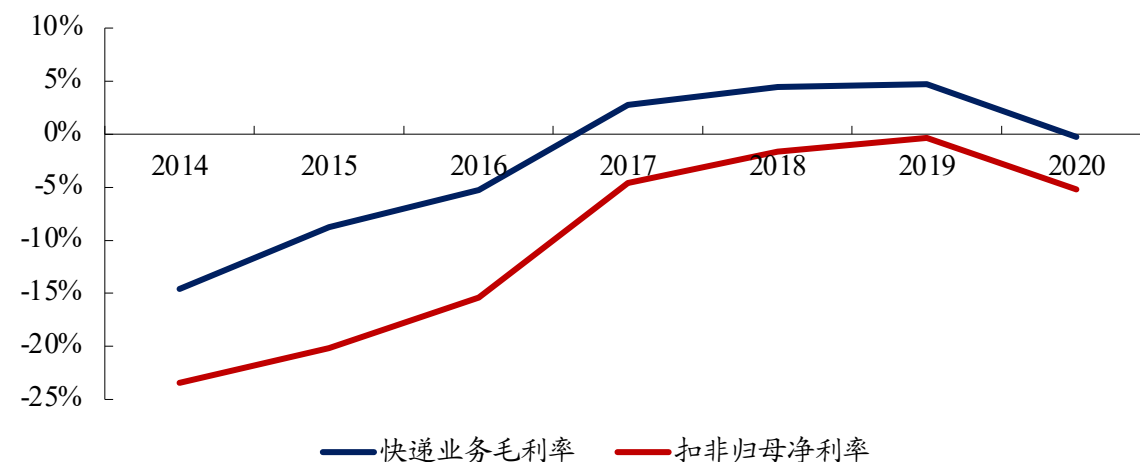
2014-2020年百世业务量增速



2013-21Q1年申通快递业务毛利率和扣非归母净利润率



2014-2020年百世快递业务毛利率和调整后的净利润率



顺丰控股（002352）主要财务指标

	亿件、亿元、元	2017	2018	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2019	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	2020	21Q1
顺丰	业务量	30.52	38.69	9.82	10.45	12.24	15.80	48.31	17.20	19.35	20.17	24.65	81.37	24.78
	YoY	18.29%	26.77%	7.32%	10.82%	29.66%	48.08%	24.86%	75.15%	85.17%	64.79%	56.01%	68.43%	44.07%
	快递业务收入	706.09	896.77	231.38	244.99	270.67	312.79	1059.83	319.53	352.78	359.70	414.38	1446.39	399.39
	YoY	23.57%	27.01%	13.23%	12.76%	21.37%	24.05%	18.18%	38.10%	44.00%	32.89%	32.48%	36.47%	24.99%
	快递业务成本	565.07	736.76	194.83	201.93	231.52	287.89	916.17	278.58	277.32	297.76	362.78	1205.14	371.34
	YoY	22.93%	30.38%	15.82%	16.10%	24.91%	37.58%	24.35%	42.99%	45.71%	35.43%	33.43%	38.22%	38.94%
	快递业务毛利	141.02	160.01	36.55	43.06	39.15	24.90	143.66	40.95	75.46	61.94	51.60	241.25	28.05
	YoY	26.21%	13.47%	1.18%	-0.64%	3.94%	-41.94%	-10.22%	12.03%	38.03%	21.89%	26.12%	28.38%	-46.32%
	归母净利润	47.71	45.56	12.63	18.38	12.10	14.85	57.97	9.07	28.54	18.36	17.28	73.26	-9.89
	YoY	14.12%	-4.50%	26.98%	48.35%	52.38%	-2.81%	27.23%	-28.18%	55.30%	51.72%	16.37%	26.39%	-209.01%
	扣非归母净利润	37.03	34.84	8.36	14.94	11.81	6.96	42.08	8.32	26.13	16.60	10.28	61.32	-11.34
	YoY	40.08%	-5.92%	-6.78%	25.20%	61.62%	5.13%	20.79%	-0.48%	74.85%	40.54%	47.55%	45.74%	-236.28%
	快递单价	23.14	23.18	23.56	23.44	22.11	19.80	21.94	18.58	18.23	17.83	16.81	17.78	16.12
	YoY	4.46%	0.18%	5.51%	1.76%	-6.40%	-16.23%	-5.35%	-21.16%	-22.23%	-19.36%	-15.09%	-18.97%	-13.24%
	快递单件成本	18.52	19.04	19.84	19.32	18.92	18.22	18.96	16.20	14.33	14.76	14.72	14.81	14.99
	YoY	3.92%	2.85%	7.92%	4.77%	-3.67%	-7.09%	-0.41%	-18.36%	-21.31%	-17.81%	-14.47%	-17.94%	-3.56%
	快递单件毛利	4.62	4.14	3.72	4.12	3.20	1.58	2.97	2.38	3.90	3.07	2.09	2.96	1.13
	YoY	6.69%	-10.50%	-5.72%	-10.34%	-19.84%	-60.79%	-28.10%	-36.04%	-25.46%	-26.03%	-19.16%	-23.78%	-62.74%
	扣非单件净利润	1.21	0.90	0.85	1.43	0.96	0.44	0.87	0.48	1.35	0.82	0.42	0.75	-0.46
	YoY	18.42%	-25.79%	-13.14%	12.98%	24.65%	-29.01%	-3.26%	-43.18%	-5.57%	-14.71%	-5.42%	-13.48%	-194.59%
	快递业务毛利率	19.97%	17.84%	15.80%	17.58%	14.46%	7.96%	13.56%	12.82%	21.39%	17.22%	12.45%	16.68%	7.02%
	扣非归母净利润率	5.24%	3.88%	3.61%	6.10%	4.36%	2.23%	3.97%	2.60%	7.41%	4.61%	2.48%	4.24%	-57.06%

注：快递业务不含供应链；净利润率的分母为快递业务收入

中通快递（ZTO.N）主要财务指标

	亿件、亿元、元	2017	2018	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2019	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	2020
中通	业务量	62.19	85.24	22.64	31.07	30.58	36.92	121.21	23.74	45.95	46.23	54.11	170.03
	YoY	38.26%	37.06%	41.59%	46.83%	45.89%	36.09%	42.20%	4.86%	47.89%	51.18%	46.56%	40.28%
	快递业务收入	121.74	154.00	40.59	47.64	46.76	61.07	196.06	34.06	55.41	57.80	71.73	219.00
	YoY	29.93%	26.50%	31.50%	30.00%	26.78%	23.12%	27.31%	-16.09%	16.31%	23.62%	17.45%	11.70%
	快递业务成本	72.37	89.55	24.85	26.50	27.62	36.79	115.75	22.63	32.51	38.01	46.07	139.22
	YoY	28.12%	23.75%	32.89%	34.22%	30.26%	23.00%	29.26%	-8.93%	22.68%	37.62%	25.23%	20.27%
	快递业务毛利	49.37	64.45	15.74	21.14	19.14	24.28	80.31	11.43	22.90	19.80	25.66	79.79
	YoY	32.67%	30.54%	29.37%	25.07%	22.07%	23.30%	24.61%	-27.38%	8.31%	3.42%	5.67%	-0.65%
	净利润	31.59	43.88	6.82	13.65	13.08	23.17	56.71	3.71	14.54	12.10	12.92	43.26
	YoY	53.97%	38.91%	22.28%	-8.52%	23.44%	81.17%	29.25%	-45.58%	6.48%	-7.45%	-44.25%	-23.71%
	调整后净利润	32.30	42.01	9.66	13.76	13.18	16.32	52.92	6.35	14.54	12.10	12.91	45.90
	YoY	49.21%	30.08%	27.63%	25.57%	24.56%	26.50%	25.97%	-34.28%	5.65%	-8.21%	-20.90%	-13.28%
	快递单价	1.96	1.81	1.79	1.53	1.53	1.65	1.62	1.43	1.21	1.25	1.33	1.29
	YoY	-6.03%	-7.71%	-7.13%	-11.46%	-13.10%	-9.53%	-10.47%	-19.97%	-21.36%	-18.23%	-19.86%	-20.37%
	快递单件成本	1.16	1.05	1.10	0.85	0.90	1.00	0.95	0.95	0.71	0.82	0.85	0.82
	YoY	-7.33%	-9.71%	-6.15%	-8.59%	-10.72%	-9.62%	-9.10%	-13.15%	-17.04%	-8.97%	-14.55%	-14.26%
	快递单件毛利	0.79	0.76	0.70	0.68	0.63	0.66	0.66	0.48	0.50	0.43	0.47	0.47
	YoY	-4.05%	-4.76%	-8.63%	-14.82%	-16.33%	-9.40%	-12.37%	-30.75%	-26.76%	-31.59%	-27.90%	-29.18%
	调整后单件净利润	0.52	0.49	0.43	0.44	0.43	0.44	0.44	0.27	0.32	0.26	0.24	0.27
	YoY	7.92%	-5.09%	-9.86%	-14.48%	-14.62%	-7.04%	-11.41%	-37.33%	-28.57%	-39.28%	-46.03%	-38.18%
	快递业务毛利率	40.56%	41.85%	38.78%	44.38%	40.94%	39.76%	40.96%	33.56%	41.33%	34.25%	35.77%	36.43%
	调整后净利润率	26.53%	27.28%	23.81%	28.88%	28.20%	26.72%	26.99%	18.65%	26.23%	20.94%	17.99%	20.96%

注：快递业务不含货代、物料、其他；净利润率的分子为快递业务收入

韵达股份 (002120) 主要财务指标

	亿件、亿元、元	2017	2018	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2019	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	2020	21Q1
韵达	业务量	47.20	69.85	17.84	25.50	25.99	30.97	100.30	19.10	37.19	40.13	45.40	141.82	36.03
	YoY	46.86%	47.99%	41.48%	47.06%	47.00%	39.38%	43.59%	7.06%	45.84%	54.41%	46.59%	41.40%	88.64%
	快递业务收入	91.41	120.21	61.49	81.34	82.07	94.74	319.64	51.91	80.69	84.32	99.71	316.63	79.31
	YoY	33.50%	31.51%	156.53%	189.34%	187.52%	139.36%	165.91%	-15.58%	-0.80%	2.74%	5.24%	-0.94%	52.78%
	快递业务成本	64.90	85.07	52.15	70.37	72.86	87.99	283.36	47.66	76.26	77.77	91.68	291.99	72.74
	YoY	37.06%	31.07%	213.89%	260.69%	259.04%	207.11%	233.11%	-8.61%	8.38%	6.75%	4.19%	3.04%	51.73%
	快递业务毛利	26.50	35.14	9.34	10.97	9.21	6.75	36.28	4.25	4.42	6.55	8.03	24.64	6.57
	YOY	25.53%	32.59%	26.97%	27.52%	11.66%	-38.21%	3.23%	-54.48%	-59.67%	-28.93%	18.93%	-32.07%	65.48%
	归母净利润	15.89	26.98	5.67	7.30	6.59	6.68	26.23	3.34	3.47	3.39	3.84	14.04	2.29
	YoY	35.01%	69.76%	40.38%	22.31%	-32.81%	-6.89%	-2.78%	-41.06%	-52.45%	-48.54%	-42.42%	-46.45%	-31.57%
	扣非归母净利润	15.40	21.35	5.00	6.87	5.98	6.29	24.14	2.60	3.00	2.95	3.55	12.10	1.80
	YoY	33.71%	38.66%	38.08%	20.70%	24.96%	-13.28%	13.06%	-48.02%	-56.40%	-50.69%	-43.47%	-49.88%	-30.70%
	快递单价	1.94	1.72	3.45	3.19	3.16	3.06	3.19	2.72	2.17	2.10	2.20	2.23	2.20
	YoY	-9.09%	-11.13%	81.32%	96.75%	95.59%	71.74%	85.18%	-21.15%	-31.98%	-33.46%	-28.21%	-29.94%	-19.01%
	快递单件成本	1.38	1.22	2.92	2.76	2.80	2.84	2.83	2.50	2.05	1.94	2.02	2.06	2.02
	YoY	-6.67%	-11.43%	121.87%	145.27%	144.24%	120.34%	131.98%	-14.64%	-25.69%	-30.87%	-28.92%	-27.12%	-19.56%
	快递扣派费单价成本	1.38	1.22	1.17	1.01	1.05	1.15	1.09	0.85	0.63	0.56	0.94	0.88	0.92
	YoY	-6.67%	-11.43%	-10.95%	-10.27%	-8.23%	-10.93%	-10.26%	-27.96%	-37.83%	-47.01%	-18.18%	-19.13%	-9.02%
	快递单件毛利	0.56	0.50	0.52	0.43	0.35	0.22	0.36	0.22	0.12	0.16	0.18	0.17	0.18
	YoY	-14.52%	-10.40%	-10.25%	-13.29%	-24.04%	-55.67%	-28.11%	-57.49%	-72.34%	-53.97%	-18.87%	-51.96%	-12.28%
	扣非归母单件净利润	0.33	0.31	0.28	0.27	0.23	0.20	0.24	0.14	0.08	0.07	0.08	0.09	0.05
	YoY	-8.96%	-6.30%	-2.40%	-17.92%	-15.00%	-37.78%	-21.26%	-51.45%	-70.10%	-68.07%	-61.44%	-64.56%	-63.27%
	快递业务毛利率	28.99%	27.62%	29.23%	36.47%	36.76%	34.37%	27.14%	24.86%	33.33%	27.43%	-10.49%	16.43%	-14.69%
	扣非归母净利润率	16.85%	17.76%	15.17%	16.88%	14.34%	12.88%	16.55%	10.73%	10.07%	9.55%	9.20%	8.07%	6.24%

注：毛利率和净利润率的分母均为可比口径的快递业务收入，即扣除派费

圆通速递（600233）主要财务指标

	亿件、亿元、元	2017	2018	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2019	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	2020	21Q1
圆通	业务量	50.64	66.64	16.57	21.45	23.49	29.64	91.15	16.65	32.71	33.65	43.47	126.48	31.45
	YoY	13.54%	31.60%	39.60%	31.84%	44.11%	33.51%	36.78%	0.48%	52.49%	43.25%	46.66%	38.76%	88.89%
	快递业务收入	186.21	229.48	55.52	65.65	64.34	83.05	268.56	45.11	71.22	72.72	98.25	287.30	74.26
	YoY	14.85%	23.24%	25.18%	17.11%	21.41%	9.16%	17.03%	-18.75%	8.48%	13.03%	18.30%	6.98%	64.62%
	快递业务成本	166.62	201.65	49.12	57.69	54.37	75.93	237.11	40.23	65.03	69.55	94.58	269.40	69.29
	YoY	17.62%	21.02%	27.28%	13.63%	14.96%	16.82%	17.58%	-18.08%	12.73%	23.97%	27.46%	13.62%	68.97%
	快递业务毛利	19.59	27.83	6.40	7.96	9.97	7.12	31.45	4.88	6.18	3.17	3.67	17.90	4.97
	YoY	-4.35%	42.06%	11.10%	50.51%	74.99%	-35.76%	13.02%	-23.88%	-22.32%	-61.49%	-58.51%	-43.08%	21.15%
	归母净利润	14.43	19.04	3.65	4.98	5.14	2.91	16.68	2.71	7.00	4.15	3.81	17.67	3.71
	YoY	5.16%	31.97%	15.66%	2.41%	13.51%	-55.18%	-12.41%	-25.74%	40.63%	-19.22%	30.75%	5.94%	36.69%
	扣非归母净利润	13.71	18.38	3.57	4.73	5.12	5.37	18.78	2.34	6.63	3.14	3.29	15.40	3.39
	YoY	5.49%	34.11%	19.41%	0.41%	17.41%	-15.13%	2.17%	-34.34%	40.23%	-38.65%	-38.72%	-18.00%	44.81%
	快递单价	3.68	3.44	3.35	3.06	2.74	2.80	2.95	2.71	2.18	2.16	2.26	2.27	2.36
	YoY	1.15%	-6.35%	-10.33%	-11.17%	-15.75%	-18.24%	-14.44%	-19.14%	-28.86%	-21.10%	-19.33%	-22.90%	-12.85%
	快递单件成本	3.29	3.03	2.96	2.69	2.31	2.56	2.60	2.42	1.99	2.07	2.18	2.13	2.20
	YoY	3.59%	-8.03%	-8.82%	-13.81%	-20.23%	-12.50%	-14.04%	-18.48%	-26.07%	-13.46%	-13.09%	-18.12%	-10.55%
	快递单件毛利	0.39	0.42	0.39	0.37	0.42	0.24	0.35	0.29	0.19	0.09	0.08	0.14	0.16
	YoY	-15.76%	7.95%	-20.41%	14.16%	21.43%	-51.88%	-17.37%	-24.24%	-49.06%	-73.12%	-71.71%	-58.98%	-35.86%
	扣非归母单件净利润	0.27	0.28	0.22	0.22	0.22	0.18	0.21	0.14	0.20	0.09	0.08	0.12	0.11
	YoY	-7.10%	1.91%	-14.46%	-23.84%	-18.53%	-36.44%	-25.30%	-34.66%	-8.04%	-57.18%	-58.22%	-40.91%	-23.34%
	快递业务毛利率	10.52%	12.13%	11.54%	12.13%	15.49%	8.57%	11.71%	10.81%	8.68%	4.36%	3.74%	6.23%	6.69%
	扣非归母净利润率	7.36%	8.01%	6.43%	7.20%	7.95%	6.47%	6.99%	5.19%	9.31%	4.32%	3.35%	5.36%	4.57%

注：快递业务不含小包裹服务、增值服务、仓储业务、其他等；净利润率的分母为快递业务收入

申通快递 (002468) 主要财务指标

	亿件、亿元、元	2017	2018	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2019	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	2020	21Q1
申通	业务量	38.98	51.16	12.78	17.34	20.35	23.24	73.71	11.20	23.97	24.35	28.66	88.18	21.39
	YoY	19.64%	31.23%	45.23%	48.43%	52.92%	33.79%	44.08%	-12.36%	38.24%	19.66%	23.32%	19.63%	90.98%
	快递业务收入	125.56	166.95	43.63	52.09	58.47	71.92	226.10	35.38	53.26	51.99	67.10	210.90	52.26
	YoY	28.66%	32.97%	53.48%	42.02%	33.68%	23.75%	35.43%	-18.91%	2.26%	-11.08%	-6.71%	-6.72%	47.59%
	快递业务成本	102.48	139.87	37.40	45.52	51.47	68.82	203.21	33.67	51.80	52.14	66.14	205.29	50.86
	YoY	30.88%	36.49%	59.71%	55.62%	39.90%	36.52%	45.29%	-9.98%	13.79%	1.30%	-3.89%	1.02%	50.85%
	快递业务毛利	23.08	27.08	6.23	6.56	7.00	3.10	22.89	1.71	1.46	-0.14	0.95	5.61	1.40
	YoY	19.66%	17.33%	24.36%	-11.57%	0.77%	-59.78%	-15.48%	-72.52%	-77.71%	-102.06%	-69.21%	-75.49%	-17.18%
	归母净利润	14.88	20.49	4.05	4.27	2.73	3.03	14.08	0.58	0.12	-0.65	0.31	0.36	-0.90
	YoY	17.93%	37.73%	7.22%	-12.73%	-63.23%	-31.01%	-31.27%	-85.60%	-97.12%	-123.96%	-89.71%	-97.42%	-253.39%
	扣非归母净利润	13.86	17.21	3.72	4.10	2.67	2.94	13.43	0.22	0.09	-0.83	0.20	-0.31	-0.95
	YoY	17.20%	24.12%	10.63%	-16.89%	-38.30%	-35.92%	-21.96%	-93.96%	-97.74%	-131.04%	-93.18%	-102.31%	-524.16%
	快递单价	3.22	3.26	3.41	3.00	2.87	3.09	3.07	3.16	2.22	2.14	2.34	2.39	2.44
	YoY	7.54%	1.32%	5.69%	-4.32%	-12.58%	-7.50%	-6.00%	-7.47%	-26.03%	-25.68%	-24.35%	-22.03%	-22.72%
	快递单件成本	2.63	2.73	2.93	2.63	2.53	2.96	2.76	3.01	2.16	2.14	2.31	2.33	2.38
	YoY	9.39%	4.00%	9.97%	4.84%	-8.52%	2.04%	0.84%	2.72%	-17.69%	-15.34%	-22.07%	-15.55%	-21.01%
	快递单件毛利	0.59	0.53	0.49	0.38	0.34	0.13	0.31	0.15	0.06	-0.01	0.03	0.06	0.07
	YoY	0.02%	-10.59%	-14.37%	-40.42%	-34.10%	-69.94%	-41.34%	-68.65%	-83.88%	-101.72%	-75.03%	-79.51%	-56.63%
	扣非归母单件净利润	0.36	0.34	0.29	0.24	0.13	0.13	0.18	0.02	0.00	-0.03	0.01	0.00	-0.04
	YoY	-2.04%	-5.42%	-23.83%	-44.01%	-59.65%	-52.11%	-45.84%	-93.10%	-98.37%	-125.94%	-94.47%	-101.93%	-322.09%
	快递业务毛利率	18.38%	16.22%	14.27%	12.60%	11.97%	4.31%	10.12%	4.84%	2.75%	-0.28%	1.42%	2.66%	2.69%
	扣非归母净利润率	11.04%	10.31%	8.53%	7.87%	4.56%	4.09%	5.94%	0.64%	0.17%	-1.59%	0.30%	-0.15%	-1.82%

百世集团 (BEST.N) 主要财务指标

	亿件、亿元、元	2017	2018	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2019	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	2020
百世	业务量	37.69	54.70	13.41	19.07	18.91	24.38	75.76	13.16	22.75	23.61	25.84	85.35
	YoY	74.07%	45.12%	41.04%	48.97%	37.91%	30.48%	38.50%	-1.87%	19.28%	24.86%	6.00%	12.66%
	快递业务收入	127.86	177.03	42.63	54.46	52.02	68.96	218.08	33.67	51.52	50.76	58.23	194.18
	YoY	137.27%	38.45%	32.21%	30.38%	19.38%	16.02%	23.19%	-21.03%	-5.41%	-2.42%	-15.56%	-10.96%
	快递业务成本	124.36	169.16	41.37	52.02	49.57	64.84	207.80	34.91	48.74	52.05	59.00	194.71
	YoY	119.27%	36.03%	29.45%	31.76%	19.76%	15.12%	22.84%	-15.60%	-6.30%	5.00%	-9.00%	-6.30%
	快递业务毛利	3.51	7.87	1.27	2.44	2.45	4.12	10.28	-1.25	2.78	-1.29	-0.77	-0.53
	YoY	-224.14%	124.41%	332.95%	6.72%	12.32%	32.42%	30.56%	-198.28%	13.64%	-152.81%	-118.73%	-105.19%
	净利润	-12.28	-5.08	-2.33	-0.22	-0.07	0.43	-2.19	-7.51	-0.31	-6.40	-2.62	-16.83
	YoY	-9.93%	-58.60%	-31.27%	-76.14%	-86.88%	-280.97%	-56.91%	221.64%	38.12%	9450.61%	-703.34%	668.29%
	调整后净利润	-9.23	-4.52	-2.08	0.06	0.17	0.61	-1.24	-7.12	0.06	0.17	-4.76	-15.69
	YoY	-32.34%	-51.01%	-33.89%	-111.68%	-116.51%	203.50%	-72.54%	241.76%	0.00%	0.00%	-879.56%	1164.44%
	快递单价	3.39	3.24	3.18	2.86	2.75	2.83	2.88	2.56	2.26	2.15	2.25	2.28
	YoY	36.31%	-4.59%	-6.26%	-12.47%	-13.43%	-11.08%	-11.06%	-19.53%	-20.70%	-21.81%	-20.37%	-20.96%
	快递单件成本	3.30	3.09	3.09	2.73	2.62	2.66	2.74	2.65	2.14	2.21	2.28	2.28
	YoY	25.97%	-6.26%	-8.21%	-11.55%	-13.16%	-11.77%	-11.31%	-13.99%	-21.45%	-15.86%	-14.19%	-16.83%
	快递单价毛利	0.09	0.14	0.09	0.13	0.13	0.17	0.14	-0.09	0.12	-0.05	-0.03	-0.01
	YoY	-171.32%	54.64%	206.98%	-28.36%	-18.56%	1.49%	-5.73%	-200.15%	-4.73%	-142.32%	-117.66%	-104.61%
	快递业务毛利率	2.74%	4.45%	2.97%	4.49%	4.71%	5.97%	4.71%	-3.70%	5.39%	-2.55%	-1.32%	-0.27%
	调整后净利润率	-7.21%	-2.55%	-4.89%	0.12%	0.32%	0.88%	-0.57%	-21.15%	0.13%	0.33%	-8.17%	-8.08%

注：净利润率的分母为快递业务收入

盈利预测与估值表

代码	公司	股价（人民币元）	EPS（人民币元）				PE				PB	市值（亿元人民币）
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E		
002352	顺丰控股	64.35	1.61	1.48	1.85	2.39	54.87	43.48	34.78	26.92	5.35	2932.07
002120	韵达股份	16.10	0.48	0.59	0.69	0.85	32.41	27.29	23.33	18.94	3.19	466.76
600233	圆通速递	11.78	0.56	0.62	0.69	0.86	20.57	19.00	17.07	13.70	2.13	372.23
002468	申通快递	8.60	0.02	0.10	0.11	0.13	424.76	86.0	78.18	66.15	1.52	131.65
603056	德邦股份*	12.38	0.59	0.70	0.85	0.96	21.59	17.72	14.57	12.92	2.42	127.14
ZTO	中通快递*	208.07	5.42	5.93	7.60	8.55	37.74	34.93	27.27	24.22	3.65	1779.57
BEST	百世集团*	8.71	-5.23	-1.32	-0.67	1.45	-2.56	-6.45	-12.86	5.91	1.93	33.67

数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理，带星号为市场一致预期，美股按美元兑人民币汇率6.5换算；数据截至2021.4.30

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录www.xyzq.com.cn内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

联系方式

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 邮编：100033 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn